

Les invités

# L'abolition du cours plancher, un cruel rappel du risque de change

► La détermination d'un ratio de couverture des monnaies étrangères fait partie des décisions stratégiques s'inscrivant dans la vision à long terme d'un investisseur



Laurent Keller\*  
et Pascal Frei\*\*

À la surprise générale des investisseurs, la Banque nationale suisse (BNS) a décidé d'abolir son cours plancher de 1,20 franc pour un euro le 15 janvier 2015, créant une onde de choc sur les marchés mondiaux. Parallèlement, elle abaisse le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement dépassant un certain montant de 0,5 point de pourcentage, le fixant à -0,75%, et adapte une nouvelle fois la marge de fluctuation du Libor à trois mois vers le bas dans la zone négative. Toutefois, la BNS annonce également qu'elle restera active sur le marché des changes en vue d'influencer les conditions monétaires.

Il était inéluctable que la BNS doive un jour ou l'autre renoncer au taux plancher pour rétablir son autonomie en matière de politique monétaire. Afin de conserver sa crédibilité auprès des acteurs du marché, la BNS n'avait aucune autre solution que de continuellement communiquer sur le maintien strict du taux plancher, même si son abolition avait déjà été décidée à l'interne. Le timing de l'abolition du taux plancher ne pouvait donc pas être anticipé par les investisseurs, ce qui était bien entendu l'objectif de la banque centrale. Par cette décision, la BNS a renforcé sa crédibilité sur le marché.

Du point de vue d'un investisseur suisse, le risque de change a toujours été une composante importante du risque total de son portefeuille. En effet, un investisseur souhaitant construire un portefeuille diversifié de manière optimale doit déterminer une part significative de ses placements en devises étrangères en raison de la petite taille relative du marché suisse. Con-

trairement à la prime de risque «action», il n'y a aucune preuve empirique que l'investisseur soit indemnisé par une prime de risque systématique pour la prise d'un risque devise. En effet, si une telle prime de risque existait, cela impliquerait qu'un

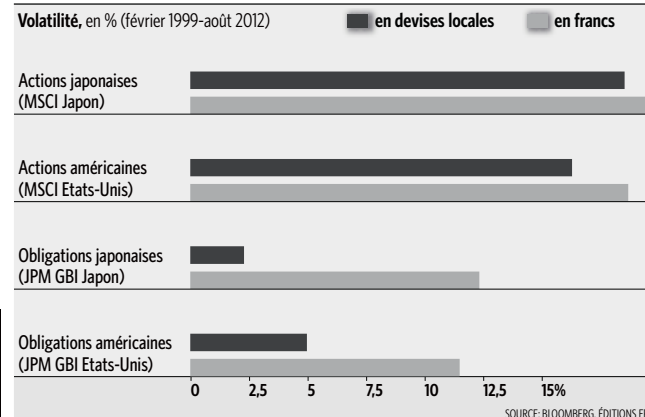
## La chute du marché suisse illustre la nécessité de ne pas considérer le risque de change isolément

autre investisseur accepterait de la payer et donc de faire une perte sûre et permanente. Ainsi un grand nombre d'investisseurs institutionnels suisses couvrent une part importante de leurs placements à l'étranger afin de limiter leur exposition au risque de change. Par exemple, dans le cas des obligations libellées en monnaies étrangères, l'application d'une couverture systématique du risque de change a histo-

riquement permis de réduire la volatilité de cette classe d'actifs sans en altérer le rendement. Ce phénomène est également appelé le «free lunch in currency hedging».

Lors de l'élaboration d'une stratégie de placement à long terme, il est recommandé de se couvrir contre les risques non rémunérateurs, tels que le risque de change. Toutefois, la détermination de la couverture stratégique optimale («hedge ratio») doit se faire dans le contexte du portefeuille total et tenir compte de la diversification partielle apportée par le risque de change. En effet, malgré les bénéfices de la couverture au niveau des classes d'actifs individuelles, l'élimination totale de ce risque est généralement contre-productive en raison de la réduction de l'effet de diversification au niveau du portefeuille total. La réaction extrêmement importante du marché des devises lors de la suppression du cours plancher prouve, une fois de plus, qu'il convient de se conformer à la stratégie de long terme définie.

## La volatilité des obligations double avec le risque de change



L'importante baisse du marché suisse des actions suite à l'abandon du taux plancher peut paraître surprenante, mais elle reflète la forte proportion de revenus des entreprises helvétiques provenant de l'étranger. La chute du marché suisse des actions illustre surtout la nécessité de ne pas considérer le risque de change isolément, mais dans le contexte du portefeuille global.

Bien que les investisseurs ne puissent pas s'attendre à ce que la BNS supporte «gratuitement» le coût de la couverture indéfiniment, la décision de la BNS fut inattendue. Cela confirme notre conviction qu'il est essentiel et opportun de s'en tenir à la stratégie d'investissement de long terme. La détermination d'un ratio de couverture des monnaies étrangères fait partie des décisions stratégiques s'inscri-

vant dans la vision à long terme d'un investisseur. Ainsi, un portefeuille ayant été construit sur la base d'une étude stratégique (ALM) fondée ne nécessite aucune adaptation dans l'immédiat.

\* Consultant en investissement chez PPCmetrics

\*\* CFA, associé chez PPCmetrics